

2019年03月17日

业绩符合预期，湿法隔膜国内市场率先放量 买入（维持）

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	583	1015	1584	2045
同比（%）	12%	74%	56%	29%
归母净利润（百万元）	222	264	274	342
同比（%）	108%	19%	4%	25%
每股收益（元/股）	1.16	1.37	1.43	1.78
P/E（倍）	24.85	20.95	20.16	16.16

投资要点

- **2018年公司净利润2.22亿，同比增108.02%，符合预期：**2018年公司营收5.83亿元，同比增长11.92%；归母净利润2.22亿元，同比增长108.02%；扣非净利润1.06亿元，同比增长8.77%，非经常性损益1.17亿元，主要为政府补助；其中，合肥星源18年亏损0.45亿，影响公司利润0.27亿。2018年毛利率为48.25%，同比减少2.43个百分点。
- **分季度看，4季度净利润同环比大幅增长：**四季度公司实现营收1.60亿元，同比增长18.93%，环比增长51.32%；净利润0.44亿元，环比上升68.20%，同比增长189.16%；扣非净利润0.20亿，同比增长49.72%，环比增长1055%。4Q毛利率为43.34%，同比减少7.15个百分点，环比增长3.44个百分点。4季度公司扣非净利率12.3%，同比增长2.53个百分点，环比提升10.69个百分点。
- **公司预告19年1季度归母净利润0.54-0.58亿元，同比下降39.73%-35.26%，扣非归母净利润0.34-0.38亿元，同比下降26.68%-18.06%，环比增加73%-93%，符合预期。**
- **4季度出货量恢复，全年出货量略高于预期。**全年出货量2.3亿平，同比增加48%；4季度销量大幅提升主要原因：1) LG需求恢复，4季度采购量恢复；2) 合肥星源4季度产线调顺，开始出货。
- **公司费用小幅增加，费用率基本持平：**2018年公司三费合计1.66亿元，同比增长9.73%，费用率为28.53%。其中销售费用0.29亿元，同比增长19.1%，销售费用率4.9%；管理费用（含研发）1.26亿元，同比增长21.7%，其中研发费用0.38亿，同比减少6.8%，研发费用率为6.55%；财务费用0.12亿元，同比减少51.7%。
- **公司经营性净现金流2.4亿。**2018年公司存货为1.09亿，较年初增长94.9%，主要由于合肥基地半成品与产成品库存加大；应收账款3.36亿，较年初增长65.49%；期末公司预收账款45万，较年初下降97.6%。经营活动净现金流为2.40亿，同比上升500%；投资活动净现金流为-12.63亿，去年同期为-5.34亿元，在建工程9.5亿；筹资活动净现金流为6.85亿，同比增长84%，主要为发行可转债收到的现金。短期借款为4.18亿，较年初下滑7%，账面现金为4.19亿，较年初下降33%。
- **投资建议：**2019-2021年预计归母净利2.64/2.74/3.42亿（其中扣非净利润分别是1.7/2.5/3.4亿），同比增长19%/4%/25%，EPS为1.37/1.43/1.78元，对应PE为21x/20x/16x，考虑到公司为干法隔膜龙头，产能投产进展顺利，给予2019年29倍PE，目标价40元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车补贴退坡超预期、电池及材料价格波动、竞争加剧。

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.77
一年最低/最高价	19.61/43.10
市净率(倍)	3.62
流通A股市值(百万元)	3702.97

基础数据

每股净资产(元)	7.96
资产负债率(%)	56.83
总股本(百万股)	192.00
流通A股(百万股)	128.71

相关研究

- 1、《星源材质(300568)点评：星源材质点评：获政府补助，静待产能释放》2019-02-01
- 2、《星源材质(300568)中报点评：盈利水平稳中有升，静待海外拓展逐步落地》2018-08-12
- 3、《星源材质(300568)公告点评：厚积而薄发，海外拓展又一城》2018-07-25

星源材质三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,079	1,002	1,243	1,568	营业收入	583	1,015	1,584	2,045
现金	419	51	79	102	减: 营业成本	302	596	962	1,262
应收账款	336	435	606	781	营业税金及附加	11	15	24	31
存货	109	196	211	277	营业费用	29	43	65	82
其他流动资产	196	292	307	358	管理费用	126	162	212	256
非流动资产	2,490	3,010	3,313	3,653	财务费用	12	13	18	27
长期股权投资	8	8	8	8	资产减值损失	11	7	8	13
固定资产	794	969	1,127	1,173	加: 投资净收益	3	2	2	2
无形资产	196	392	387	381	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,491	1,641	1,791	2,091	营业利润	124	216	302	401
资产总计	3,569	4,012	4,556	5,222	加: 营业外净收支	125	30	10	10
流动负债	639	982	1,697	2,109	利润总额	249	317	328	407
短期借款	472	667	1,195	1,454	减: 所得税费用	46	47	49	61
应付账款	90	177	286	375	少数股东损益	-19	4	5	4
其他流动负债	78	138	217	280	归属母公司净利润	222	264	274	342
非流动负债	1,389	1,389	1,013	1,013	EBIT	136	228	320	428
长期借款	610	610	610	610	EBITDA	226	288	437	538
其他非流动负债	779	779	403	403					
负债合计	2,028	2,371	2,710	3,122	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	13	18	23	28	每股收益(元)	1.16	1.37	1.43	1.78
归属母公司股东权益	1,527	1,622	1,822	2,072	每股净资产(元)	7.96	8.45	9.49	10.79
负债和股东权益	3,569	4,012	4,556	5,222	发行在外股份(百万股)	192	192	192	192
					ROIC(%)	4.2%	5.4%	8.0%	8.8%
					ROE(%)	14.6%	16.3%	15.0%	16.5%
					毛利率(%)	48.3%	41.3%	39.3%	38.3%
					销售净利率(%)	34.8%	26.5%	17.6%	16.9%
					资产负债率(%)	56.8%	59.1%	59.5%	59.8%
					收入增长率(%)	11.9%	74.0%	56.1%	29.0%
					净利润增长率(%)	108.2%	18.6%	3.9%	24.7%
					P/E	24.85	20.95	20.16	16.16
					P/B	3.62	3.40	3.03	2.67
					EV/EBITDA	31	24	16	13

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息下的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

